

日期: 2018年10月16日

行业: 医药制造业



分析师: 魏贇  
Tel: 021-53686159  
E-mail: weiyun@shzq.com  
执业证书编号: S0870513090001

# “原料药+制剂”双轮驱动 持续推进高端制剂出口

## ■ 公司动态事项

公司发布2018年第三季度报告。

## ■ 事项点评

### 业绩延续高增长, 进一步布局销售市场

公司2018年前三季度实现营业收入13.04亿元, 同比增长66.39%; 实现归母净利润3.34亿元, 同比增长49.54%。分季度来看, 公司2018Q3实现营业收入4.55亿元, 同比增长51.47%; 实现归母净利润1.07亿元, 同比增长6.93%, 利润增速低于收入增速的主要原因是去年同期基数较高、期间费用率同比增长等。公司2018年前三季度期间费用率为20.74%, 同比增长7.68个百分点, 其中: 1) 销售费用率为11.05%, 同比增长8.11个百分点, 主要是公司2017年低分子肝素制剂业务高速增长, 且为进一步布局销售市场, 公司迅速扩大销售团队, 导致销售费用持续增长; 2) 管理费用率为2.17%, 同比下降2.52个百分点; 3) 研发费用率为6.51%, 同比增长0.93个百分点; 4) 财务费用率为1.00%, 同比增长1.16个百分点, 主要是公司融资需求增加、汇率变动导致汇兑损失等。

### 肝素原料药保持较高景气度

分产品来看: 1) 标准肝素原料药业务2018年前三季度营业收入同比增长38.39%, 同比增速较上半年小幅下降, 受猪小肠供应限制、技术工艺门槛高、下游质量控制要求趋严等因素影响, 高品质肝素原料药保持较高景气度, 公司是肝素钠原料药龙头, 通过集中洗脱及合理库存保障肝素粗品供应, 赛诺菲恢复采购有助于原料药业务板块业绩快速增长; 2) 低分子肝素制剂业务2018年前三季度营业收入同比增长330.43%, 同比增速较上半年进一步提升, 公司是国内唯一拥有三大低分子肝素制剂批文的企业, 2018年积极拓展内销市场, 随着销售网络的逐步完善, 低分子肝素制剂有望延续高速增长的态势。

### 持续加大研发费用支出, 高端制剂出口有望成为公司业务的重要增长点

公司持续加大研发投入, 2018年前三季度研发费用达8,493.83万元, 同比增长94.29%。继2018年4月公司注射用博来霉素通过FDA审核后, 公司于7月、8月分别收到FDA对阿糖胞苷注射液、注射用盐酸吉西他滨的上市许可, 进一步拓展公司对国际高端制剂市场的布局。公司共拥有三条通过美国FDA审核的无菌注射剂生产线, 已建立了完整的美国市场销售渠道, 包括与Sagent公司的合作以及与其他经销

## 基本数据 (2018Q3)

报告日股价 (元)	18.75
12mth A 股价格区间 (元)	17.80-34.77
总股本 (百万股)	552.43
无限售 A 股/总股本	52%
流通市值 (亿元)	53.36
每股净资产 (元)	4.20
PBR (X)	4.46
DPS (Y2017, 元)	10 转 3 派 1.50

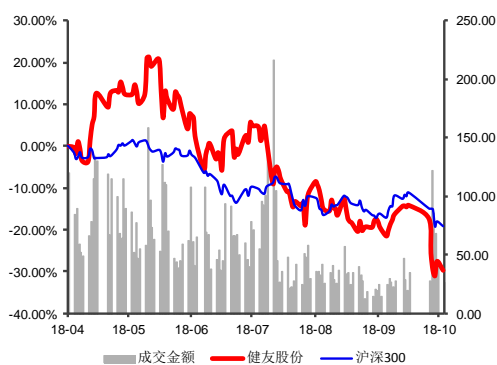
## 主要股东 (2018Q3)

谢菊华	28.26%
江苏省沿海开发集团有限公司	21.81%
唐咏群	20.27%

## 收入结构 (2017Y)

标准肝素原料	82.57%
低分子肝素制剂	9.88%
其他	4.18%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



## 相关报告:

商的合作。未来随着在申报和在研品种在美国不断上市，无菌注射液销售有望成为公司业务的重要增长点。

## ■ 风险提示

汇率波动、市场竞争加剧、原料药订单量低于预期、海外市场销售推进缓慢、新产品获批进度不及预期、财务投资者减持风险、国际贸易环境变化等。

## ■ 投资建议

未来六个月，首次给予“谨慎增持”评级

预计公司18、19年EPS至0.86、1.22元，以10月15日收盘价18.75元计算，动态PE分别为21.9倍和15.4倍。我们认为，公司是国内少数同时通过美国FDA和欧盟EDQM认证的肝素原料药生产企业之一，也是国内唯一同时拥有依诺肝素钠、达肝素钠、那屈肝素钙三种低分子肝素制剂批件的生产企业，在保持标准肝素原料药业务、低分子肝素制剂业务高速增长的基础上，申报产品持续获得美国FDA上市许可，进而布局高端制剂出口业务，未来2-3年国际制剂业务方面将为公司贡献新的利润增量。未来六个月，首次给予“谨慎增持”评级。

## ■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,113	1,732	2,413	3,220
年增长率	91.22%	55.64%	39.34%	33.44%
归属于母公司的净利润	314	473	673	937
年增长率	22.15%	50.58%	42.17%	39.23%
每股收益(元)	0.57	0.86	1.22	1.70
PER(X)	33.0	21.9	15.4	11.1

注：有关指标按最新股本摊薄

## ■ 附表

## ■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	14	173	241	322
存货	1,294	1,530	2,282	2,708
应收账款及票据	232	217	409	427
其他	592	592	613	616
流动资产合计	2,132	2,513	3,544	4,073
长期股权投资	3	4	5	6
固定资产	274	206	388	427
在建工程	129	279	150	10
无形资产	42	37	33	31
其他	46	46	46	46
非流动资产合计	498	576	626	522
资产总计	2,631	3,089	4,170	4,594
短期借款	323	353	568	72
应付账款及票据	210	112	322	246
其他	40	92	76	135
流动负债合计	572	557	966	453
长期借款和应付债券	6	6	6	6
其他	0	0	0	0
非流动负债合计	6	6	6	6
负债合计	578	563	972	460
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,052	2,525	3,198	4,135
负债和股东权益总计	2,631	3,089	4,170	4,594

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	308	472	672	936
折旧和摊销	41	73	101	115
营运资本变动	(583)	(250)	(751)	(454)
经营活动现金流	(243)	295	22	597
资本支出	0	151	151	11
投资收益	6	(0)	(0)	(0)
投资活动现金流	(593)	(151)	(151)	(11)
股权融资	458	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	3	15	18	10
融资活动现金流	624	15	197	(506)
净现金流	(204)	159	68	81

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,113	1,732	2,413	3,220
营业成本	597	857	1,157	1,514
营业税金及附加	4	6	8	11
营业费用	47	173	265	354
管理费用	123	156	217	290
财务费用	2	1	(14)	0
资产减值损失	1	1	1	1
投资收益	7	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	346	537	763	1,063
营业外收支净额	11	1	1	1
利润总额	356	538	764	1,064
所得税	42	64	92	128
净利润	314	473	673	937
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	314	473	673	937

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	91.22%	55.64%	39.34%	33.44%
EBITDA 增长率	28.41%	55.96%	41.28%	34.55%
EBIT 增长率	30.93%	53.45%	41.70%	37.20%
净利润增长率	22.15%	50.58%	42.17%	39.23%

毛利率

EBITDA/总收入	36.05%	36.12%	36.63%	36.93%
EBIT/总收入	32.35%	31.89%	32.43%	33.35%
净利润率	28.24%	27.32%	27.88%	29.09%

资产负债率	21.98%	18.24%	23.31%	10.00%
流动比率	3.73	4.51	3.67	8.98
速动比率	0.48	0.75	0.72	1.76

总资产回报率 (ROA)	13.68%	17.88%	18.77%	23.37%
净资产收益率 (ROE)	15.31%	18.74%	21.03%	22.65%

EV/营业收入	3.5	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	20.6	13.3	9.6	6.7
PE	33.0	21.9	15.4	11.1
PB	5.0	4.1	3.2	2.5

## 分析师承诺

魏贇

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。

